

Algumas Considerações sobre os Determinantes da Estrutura de Capital nas Empresas Brasileiras

CLÁUDIA PIMENTEL TRINDADE PRATES
RICARDO PEREIRA CÂMARA LEAL*

RESUMO A evidência empírica sobre os determinantes da estrutura de capitais é contraditória. Análises econométricas ora apontam para a estratégia definida como *pecking order*, ora apontam para a estratégia do *trade-off*. Outras análises, mais recentes, contemplam o *market timing*. Possivelmente, a dificuldade se dá porque a análise *cross-section*, geralmente empregada nesses estudos, tem problemas sérios. Por isso, neste ensaio singelo resolvemos voltar à questão e perguntar às empresas o que baseia suas decisões de financiamento. Empregamos uma amostra de conveniência de empresas de capital aberto e fechado com financiamento junto ao BNDES. Não identificamos uma estratégia predominante que explique o comportamento das empresas de nossa amostra, mas os dados evidenciam tanto o uso de uma estratégia de *trade-off* quanto de *market timing*.

ABSTRACT *The current empirical evidence about the determinants of a firm's capital structure is contradictory. Econometric analysis sometimes favors the pecking order and sometimes the trade-off stories. More recent empirical work favors a market timing story. It is possible that the difficulties lie in the usual problems of cross-section analysis. Thus, in the simple analysis that follows, we take a look at this issue and ask firms why they decide to finance the way they do. We take a convenient sample of public and private firms financed by BNDES. We do not identify a predominant theory or financing strategy that explains the financing patterns of most firms in our sample, but we do find that the market timing and the trade-off stories are backed by the data.*

* Respectivamente, chefe do Departamento de Gás, Petróleo e Fontes Alternativas de Energia do BNDES (mestre em economia pela UFRJ e MBA em finanças pelo Coppead/UFRJ) e professor de finanças do Coppead/UFRJ (doutor em administração pelo Coppead/UFRJ). Os autores agradecem aos colegas do BNDES que auxiliaram este trabalho, principalmente no contato com as empresas e no envio dos questionários, e a todos os executivos das empresas que despenderam seu tempo e responderam aos questionários que foram de grande valia para o artigo. Evidentemente, eventuais erros ou omissões devem ser atribuídos apenas aos autores.

1. Introdução

A economia brasileira vem mostrando sinais de recuperação desde o início de 2004, mas é consenso que a taxa de investimento deve aumentar para que esse crescimento seja sustentável. Muitos setores da indústria estão trabalhando perto da capacidade instalada, sinalizando, apesar das incertezas no ambiente microeconômico, um novo ciclo de investimentos na economia.

Dadas as perspectivas colocadas, as empresas brasileiras devem iniciar um novo ciclo de investimentos. Os recursos por elas utilizados para financiar seus investimentos podem ser a retenção de lucros, o endividamento ou o lançamento de ações. Todavia, dado o tamanho do mercado acionário brasileiro, a limitada disponibilidade de recursos de financiamento de longo prazo no país e a inexistência de um mercado secundário de dívida (securitizações), aparentemente a retenção de lucros se torna, preponderantemente, a fonte a ser mais utilizada. É importante salientar que essa preferência talvez ocorra por uma falta de alternativas e não por uma opção dos acionistas. Pode-se dizer que a pouca disponibilidade de recursos fora da esfera das empresas brasileiras, sejam eles de terceiros ou de ações, acaba por restringir o seu crescimento, principalmente das que possuem capital exclusivamente nacional.

Todavia, em um mercado de capitais mais desenvolvido, com oferta mais líquida de empréstimos de longo prazo, fato que algumas empresas nacionais podem observar devido ao seu porte e risco, as empresas apresentariam capacidade máxima de utilização de recursos de terceiros. Esse limite seria sinalizado por um início da piora do *rating* dessas empresas, que em última instância seria uma percepção do mercado de que seus custos de falência estariam mais proeminentes.

Foi observado em diversos estudos que a maior parte das aberturas de capital ou lançamentos de novas ações no mercado brasileiro ocorreu em momentos em que o Ibovespa estava em alta e, por conseguinte, a Bolsa de Valores em evidência, atraindo investidores. Dessa forma, as empresas se beneficiariam oportunisticamente de um lançamento de ações, reduzindo o seu grau de endividamento e não necessariamente utilizando esses recursos para financiar oportunidades de crescimento. Adicionalmente, os custos inerentes à emissão de ações, associados ao tamanho do mercado acionário brasileiro, tornam essa forma de financiamento extremamente marginal [ver, por

exemplo, Leal (2000)]]. Quanto ao mercado de dívida, existem poucas fontes de recursos de longo prazo a custos razoáveis no país atualmente, concentrados em alguns bancos oficiais.

Dessa forma, a combinação de um mercado de crédito e de capitais restritos reduz a capacidade de crescimento da empresa brasileira, por diminuir as fontes de financiamento disponíveis, tornando de extrema importância a capacidade de acumular lucros e minimizar a distribuição de dividendos. Já as empresas exportadoras e as controladas por empresas internacionais, ou controladores estrangeiros, acabam tendo mais acesso ao mercado de crédito internacional, ampliando sua capacidade de crescimento.

São poucas as empresas nacionais que têm acesso ao mercado mundial de crédito, o que em geral é limitado às grandes empresas e com elevada lucratividade. Podemos destacar também as grandes empresas exportadoras, capazes de estruturar captações com garantias de recebíveis, escapando do “risco Brasil”. Além do acesso ao crédito de longo prazo no BNDES e em bancos privados, elas podem incrementar o seu grau de alavancagem no mercado externo via emissão de títulos e empréstimos em bancos internacionais.

Por essas evidências, o que deve ser observado nas empresas brasileiras é que as de maior porte e mais lucrativas devem possuir um grau de alavancagem maior. Em paralelo, as pequenas e médias têm suas possibilidades de crescimento limitadas pelas restrições anteriormente apontadas.

A motivação deste trabalho é identificar os possíveis determinantes da estrutura de capital de uma amostra de empresas brasileiras fechadas e abertas listadas e não listadas em bolsa, relacionando-os com as teorias e os trabalhos empíricos nacionais anteriores que discutem o tema. Tenta-se evidenciar se existe uma preferência na forma dessas empresas em financiar seu crescimento, se adotam um limite para o seu grau de endividamento, tendo em vista os custos de falência realçados por um maior grau de alavancagem, ou se agem de acordo com as suas oportunidades de crescimento, avaliando, caso a caso, a melhor forma de financiá-las.

A pesquisa foi elaborada com as respostas de 30 empresas brasileiras de diferentes características a um questionário com nove tópicos e 33 questões e cuja estrutura baseou-se no estudo realizado por Bancel e Mittoo (2003) com mais de 87 empresas européias. Mantivemos as respostas sem designar o nome das empresas, pelo fato de conterem informações confidenciais.

Como vários trabalhos sobre o assunto já foram produzidos no Brasil, referimo-nos sempre a eles para comparar nossos resultados com os obtidos por outros autores.

A Seção 2 discute de maneira sucinta as principais teorias sobre estrutura de capital, a Seção 3 faz a análise dos resultados da pesquisa realizada e a Seção 4 refere-se aos aspectos conclusivos do estudo, incluindo uma análise comparativa com outros trabalhos nacionais que abordam o mesmo tema.

2. As Principais Estratégias sobre Estrutura de Capital

Muitos artigos foram escritos procurando explicar os determinantes da estrutura de capital das empresas. As teorias desenvolvidas de fato descrevem as estratégias que elas podem adotar para se financiar, enfocando as suas preferências em relação às diferentes fontes de financiamento. Posteriormente, uma série de estudos empíricos foram realizados procurando testar essas teorias, cujas revisões mais abrangentes da literatura nacional e internacional podem ser vistas, por exemplo, em Leal e Saito (2003), Rajan e Zingales (1995) e Harris e Raviv (1991). A seguir, faremos apenas um resumo para sustentar nossa análise empírica, porém uma revisão didática pode ser encontrada em livros-textos como o de Ross, Westerfield e Jaffe (2002).

Utilizando a hipótese de que o custo de capital próprio de uma empresa é, em sua essência, maior que o custo de capital de terceiros e, adicionalmente, considerando os benefícios fiscais advindos do endividamento, a utilização de endividamento crescente reduziria o custo médio ponderado de capital, aumentando o valor de mercado da empresa e o retorno do capital próprio investido. Dessa forma, mesmo com um risco maior, em função de sua maior alavancagem, não existiria limite para a utilização do endividamento, dado que o valor de mercado da empresa seria uma função crescente do grau de alavancagem.

Todavia, um endividamento crescente aumenta o risco da empresa, dado que é uma obrigação contratual e está quase sempre atrelado a garantias dos próprios ativos da empresa. Essa obrigação de pagamento eleva os custos fixos da empresa, o que aumenta a sua alavancagem operacional, tornando-a mais suscetível a reduções de receita ou margem e, conseqüentemente, elevando os seus riscos de falência, os quais seriam associados a maiores

custos de financiamento, inerentes a possíveis dificuldades financeiras em que ela poderia vir a incorrer em caso de falência.

Na estratégia de financiamento descrita pela teoria estática do *trade-off* afirma-se que há uma compensação entre as vantagens fiscais da dívida e os custos de falência dela advindos. De acordo com esse enfoque, as empresas iriam ponderar esses pontos e trabalhar com um montante de endividamento considerado ótimo. Dessa forma, buscariam capital de terceiros, independentemente das oportunidades de crescimento, visando maximizar o seu valor de mercado. A abordagem desse modo de avaliar a estrutura de capital possui uma versão dinâmica. Destaca-se que tais custos de falência seriam de difícil mensuração. Assim, as empresas deixariam a alavancagem flutuar até se tornar extrema e só nesse ponto ajustariam sua estrutura de capital.

A estratégia de financiamento denominada *pecking order* coloca uma ordem de preferência entre as três fontes disponíveis (ações, dívida ou lucros retidos) na maneira das empresas financiarem seu crescimento. Para os acionistas existentes, os lucros retidos são a melhor fonte de financiamento, por não existir prêmio de risco. Entre ações e dívida, sob o ponto de vista do investidor, as primeiras, por não envolverem garantias e estarem atreladas tão-somente ao desempenho da empresa, encerram maior risco e, por conseguinte, maior custo. Dessa forma, relacionando a custo, preferencialmente os lucros retidos são utilizados quando possível. Se esse recurso não for suficiente para financiar as oportunidades de crescimento, o endividamento é usado e só em último caso se recorre à venda de ações. Portanto, não se trabalha com maximização de valor da firma nem tampouco com grau de alavancagem ótimo, partindo-se do princípio de que os acionistas não têm preferência no recebimento de dividendos. A hierarquia é predeterminada e independente das condições de mercado.

Por fim, na estratégia do *market timing*, ou janela de oportunidades, os administradores da empresa olham tanto para o mercado de dívidas quanto de ações, utilizando o que parecer mais conveniente no momento. Se as condições estiverem propícias, eles irão levantar os fundos sem necessariamente buscar financiar uma oportunidade de investimento. Ao mesmo tempo, de acordo com a teoria mais recente encontrada em Basso, Mendes e Kayo (2004), se a oportunidade existir e os mercados não estiverem favoráveis, o *funding* não será buscado e a decisão de investimento será adiada. Entretanto, essa teoria também é questionada por Welch (2004), que afirma que a estrutura de capital é quase totalmente determinada pelo histórico dos retornos das ações e não por tentativas de *timing* do mercado

de ações, como na estratégia das janelas de oportunidade, e muito menos por outros fatores internos à empresa, tais como custos de falência e oportunidades de crescimento.

3. Resultados da Pesquisa

Foram enviados 45 questionários para empresas de diferentes características, mas antes do envio mantivemos contato com cada uma delas explicando a confidencialidade das respostas. Recebemos 31 questionários respondidos e descartamos um, por se tratar de empresa pública, sujeita à limitação de endividamento pela Resolução 2.827 do Banco Central, prejudicando suas decisões sobre estrutura do capital. Buscou-se trabalhar com empresas de diferentes setores (telecomunicações, petróleo e gás, construção pesada, bens de capital, bens de consumo duráveis, agroindústria, química, petroquímica, papel e celulose, serviços marítimos, energia, siderurgia e metalurgia) e de diversos tamanhos. Algumas empresas fechadas da amostra têm toda a possibilidade de abrir seu capital e, por isso, foram inseridas na amostra. É importante ressaltar que todas as empresas da amostra têm acesso, direta ou indiretamente, através de agentes financeiros credenciados, às linhas de crédito de longo prazo do BNDES.

O questionário contemplava perguntas com resposta *sim* (1) ou *não* (0) e perguntas sobre os determinantes nas decisões de estrutura de capital, com grau de importância entre 0 (menos importante) e 4 (mais importante). As perguntas se basearam em questionários enviados para empresas na Europa e nos Estados Unidos, visando testar as diferentes teorias de estrutura de capital e entender o padrão adotado nos países pesquisados.

Os questionários foram respondidos por gerentes financeiros (59%), diretores (34%) e presidentes (7%) das empresas que os receberam. Da amostra analisada, 53% das empresas são abertas e 47% listadas no Bovespa. A receita líquida média, em dezembro de 2003, era de R\$ 2,8 bilhões, sendo um mínimo de R\$ 35 milhões e um máximo de R\$ 13,7 bilhões, demonstrando a diversidade das empresas analisadas.

A receita líquida foi obtida nas demonstrações financeiras das empresas. O índice de cobertura adotado, por falta de informações sobre o fluxo de caixa, foi o lucro operacional (lucro bruto deduzido das despesas operacionais) menos as despesas e receitas financeiras dividido pela rubrica despesas financeiras (divulgadas no balanço patrimonial de 2003 de cada empresa).

O índice de endividamento foi calculado somando-se os empréstimos bancários de curto e longo prazos adicionados a títulos ou debêntures emitidas e dividindo-se o resultado pelo ativo total (ativo circulante somado ao realizável a longo prazo).

O índice de endividamento apresentado não mostrou diferenças significativas entre as empresas abertas e fechadas, segundo um teste de análise de variância (não reportado aqui, mas disponível com os autores). O endividamento médio das empresas fechadas foi de 30,4%, enquanto o das abertas ficou em 32,7%. Entretanto, o porte das empresas abertas apresentou-se maior: a receita líquida média das empresas fechadas foi de R\$ 1,1 bilhão contra R\$ 4,8 bilhões das abertas. Adicionalmente, as empresas fechadas apresentaram um indicador de cobertura de dívida significativamente superior ao das abertas: 5,47 contra 2,51.

As perguntas encontram-se no quadro a seguir e estão numeradas para que se possa entender os principais resultados colocados na tabela logo adiante, que apresenta as estatísticas descritivas para as respostas. Os histogramas de frequência da receita operacional líquida, do índice de endividamento (dívidas de curto e longo prazos/ativo total) e do índice de cobertura da dívida (lucro operacional/despesas financeiras) encontram-se nos Gráficos 1 a 3, respectivamente. Pode-se verificar que o logaritmo da receita operacional líquida tem uma distribuição com três modas, caracterizando as empresas pequenas, médias e grandes, digamos. A maioria das empresas apresenta um percentual de endividamento na faixa de 20% a 40% do ativo total e um índice de cobertura de até quatro vezes o total dos juros.

Analisando a tabela, verifica-se que 63% das empresas trabalham com uma estrutura de capital ótima a ser atingida. Mesmo para aquelas que responderam que não a utilizam (11 empresas da amostra), cinco disseram que o percentual de alavancagem ótimo é medido por um índice de cobertura da dívida e uma afirmou que ele é medido por um índice de endividamento sobre o ativo total. Portanto, 83% das empresas trabalham com um percentual de alavancagem ótima a ser atingido, sendo que 64% se utilizam de um indicador de cobertura da dívida.

Vale ressaltar que as empresas que informaram não trabalhar com um percentual de alavancagem ótima apresentaram o menor grau de endividamento, medido pela dívida sobre o ativo total, e os maiores índices de cobertura da dívida, medidos pelo lucro operacional sobre as despesas financeiras. Adicionalmente, a maior parte (64%) das empresas abertas analisadas não se utiliza de uma estrutura ótima a ser atingida, o que pode

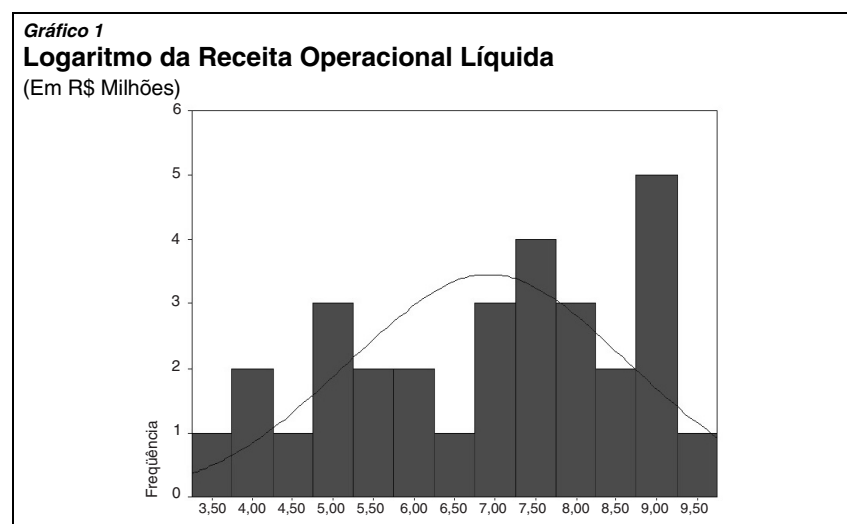
Questionário Utilizado para Levantar Determinantes da Decisão de Financiamento

NÚMERO	PERGUNTA
Q1	Qual é o seu cargo na empresa?
Q2	Qual é a preferência da empresa para financiar suas oportunidades de crescimento?
Q3	A empresa trabalha com uma estrutura de capital ótima a ser atingida?
Q4	A empresa acredita que suas oportunidades de crescimento estão limitadas por falta de formas de financiá-las?
Q5	Se existe um percentual de alavancagem ótima, esse percentual é medido pelo endividamento sobre o ativo total (1) ou sobre um índice de cobertura da dívida (2)? Que fatores afetam a escolha do grau de alavancagem da empresa? – 0 (sem importância) a 4 (muito importante)
Q6	As vantagens fiscais advindas do endividamento
Q7	Os custos potenciais de uma falência
Q8	O nível de endividamento de outras empresas do setor
Q9	O <i>rating</i> da empresa
Q10	Os custos de transação e do endividamento
Q11	A empresa limita o endividamento ao ponto em que os fornecedores/clientes se sintam confortáveis com o risco?
Q12	A volatilidade da receita e do fluxo de caixa Que outros fatores afetam a política de endividamento da empresa? – 0 a 4
Q13	A empresa se utiliza do endividamento somente quando os lucros retidos não são suficientes para financiar as oportunidades de crescimento?
Q14	A empresa amplia seu endividamento quando as taxas de juros estão baixas?
Q15	A empresa financia o crescimento por meio de endividamento com o objetivo de reduzir o custo médio ponderado de capital?
Q16	A empresa usa o endividamento para se financiar quando suas ações estão valorizadas no mercado?
Q17	A empresa prefere se financiar por endividamento do que por ações para evitar divulgar muitas informações (grau de <i>disclosure</i>)?
Q18	A sua empresa considerou recentemente abrir capital/emitir novas ações? – Sim ou não? Se a resposta foi negativa, que fatores influenciaram na decisão? – 0 a 4
Q19	Custos inerentes à emissão
Q20	Custos relativos à manutenção de uma empresa aberta
Q21	Tamanho do mercado brasileiro
Q22	Grau de transparência exigido
Q23	Possível mudança no controle Se a resposta foi positiva, que fatores influenciaram na decisão? – 0 a 4
Q24	Preço da ação valorizado
Q25	Melhorar a estrutura de capital
Q26	Emitir ações é a maneira menos arriscada de financiar as oportunidades de crescimento?
Q27	Emitir ações é a maneira de menor custo para financiar as oportunidades de crescimento?
Q28	Não teríamos outra forma de financiar nosso crescimento
Q29	Os lucros acumulados não eram suficientes para financiar as oportunidades de investimentos vislumbradas
Q30	A empresa já emitiu títulos no mercado externo? – Sim ou não? Se a resposta foi positiva, que fatores influenciaram na decisão? – 0 a 4
Q31	Oportunidades do mercado externo
Q32	Falta de possibilidades no mercado interno
Q33	Custo da dívida atrativo

Estatísticas Descritivas das Respostas Quantitativas do Questionário Apresentado no Quadro Anterior

NÚMERO DE OBSERVAÇÕES	PERGUNTA	MÉDIA	MEDIANA	MÍNIMO	MÁXIMO	DESVIO PADRÃO
30	Q3	0,63	1,0	0	1	0,49
30	Q4	0,40	0,0	0	1	0,50
30	Q5	1,37	2,0	0	2	0,76
30	Q6	2,47	3,0	0	4	1,33
30	Q7	1,37	1,0	0	4	1,43
30	Q8	1,27	1,0	0	4	1,11
30	Q9	2,83	3,0	0	4	1,18
30	Q10	3,70	4,0	2	4	0,60
30	Q11	2,37	2,5	0	4	1,10
30	Q12	3,13	3,0	0	4	1,01
30	Q13	1,30	1,0	0	4	1,34
30	Q14	2,23	2,5	0	4	1,43
30	Q15	2,67	3,0	0	4	1,18
30	Q16	0,70	0,0	0	3	0,92
30	Q17	1,07	0,5	0	4	1,39
30	Q18	0,26	0,0	0	1	0,45
30	Q19	1,00	0,0	0	3	1,26
30	Q20	0,95	0,0	0	3	1,20
30	Q21	0,86	0,0	0	3	1,11
30	Q22	0,67	0,0	0	3	0,97
30	Q23	2,43	3,0	0	4	1,66
30	Q24	2,38	3,0	0	4	1,85
30	Q25	3,38	4,0	1	4	1,06
30	Q26	2,75	3,0	2	3	0,46
30	Q27	2,38	2,0	1	4	0,92
30	Q28	1,00	1,0	0	3	1,07
30	Q29	2,13	2,5	0	4	1,64
30	Q30	0,33	0,0	0	1	0,48
30	Q31	3,67	4,0	3	4	0,50
30	Q32	1,78	2,0	0	3	1,30
30	Q33	3,56	4,0	1	4	1,01
30	Dív/At (%)	31,50	31,20	10,40	56,40	10,60
30	LO/Juro	4,091	2,070	0,411	15,960	4,150
30	Aberta	0,53	1,00	0,00	1,00	0,51
30	Bovespa	0,47	0,00	0,00	1,00	0,51
30	LogROL	6,92	7,15	3,57	9,52	1,73

Notas: Dív/At = endividamento de curto e longo prazos sobre ativo total; LO/Juro = lucro operacional dividido por despesas financeiras; Aberta = sociedades anônimas de capital aberto; Bovespa = empresas listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo; e LogROL = logaritmo da receita operacional líquida.

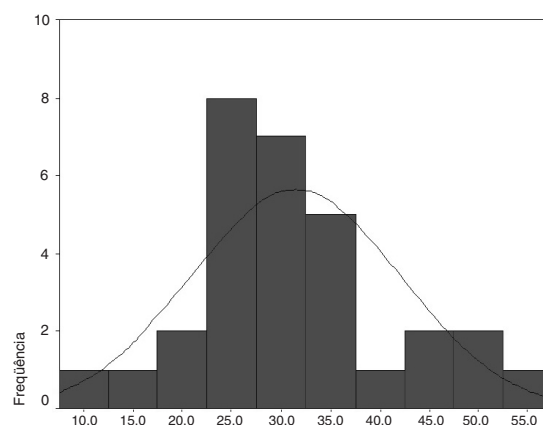


indicar que a maioria das empresas fechadas que alegam utilizar uma estrutura ótima de capitais pode de fato utilizar um nível máximo de endividamento, uma vez que elas não fazem uso do mercado de ações para se financiarem.

É interessante notar que 60% das empresas não acreditam que suas oportunidades de crescimento estão limitadas por falta de formas de financiá-las. As que responderam positivamente possuíam um índice de endividamento médio de 34,9%, enquanto as que responderam que não encontravam limites possuíam um índice de 29,1%. Já considerando o índice de cobertura da dívida, as empresas que não se encontravam limitadas possuíam um índice de cobertura de dívida 2,4 vezes maior do que aquelas que admitiam ter limitações para financiar os seus projetos, evidenciando maior capacidade de ampliar o seu endividamento.

As empresas que operam com um grau de alavancagem ótimo, medido pelo grau de endividamento, apresentaram um índice médio de endividamento de 27,3%, menor do que daquelas que operam com um indicador de cobertura da dívida, que em média apresentaram endividamento de 35,6%. O índice de cobertura apresentado foi similar entre os dois grupos. As empresas que informaram não operar com nenhum parâmetro apresentaram o menor índice médio de endividamento (25,8%) e o maior indicador de cobertura da dívida médio (5,66). Portanto, à medida que o nível de en-

Gráfico 2
Endividamento sobre Ativo
 (Em %)

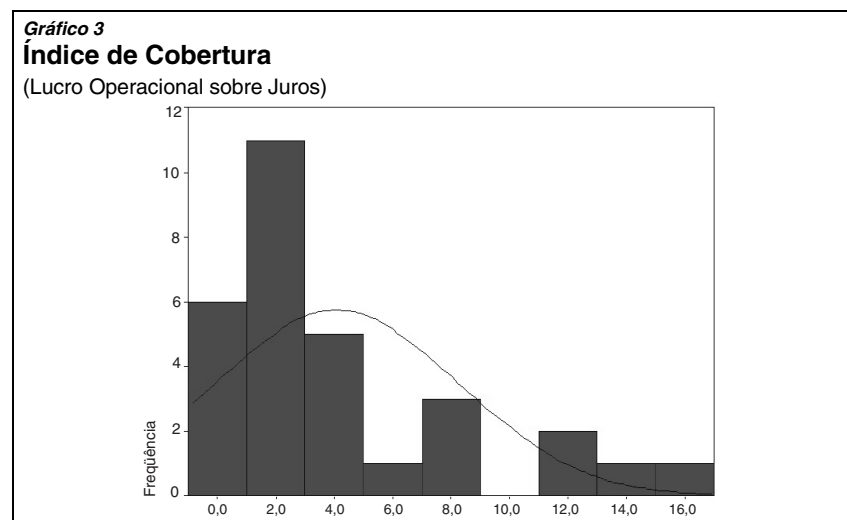


dividamento da empresa aumenta, a preocupação com a capacidade de pagamento de juros evidentemente aumenta.

Analisando a segunda questão (Q2), quanto à preferência de financiamento das oportunidades de crescimento da empresa, 63,3% responderam que preferiam financiamento de longo prazo, sendo que algumas incluíram a observação de que seria em moeda local, com taxas competitivas. Apesar dessa preferência, o grau de alavancagem média apresentado pela amostra é de 31,5%. Nenhuma empresa citou o mercado de capitais como preferência para se financiar.

Quanto aos fatores que afetam a escolha do grau de alavancagem (Q6 a Q12), as empresas consideraram os custos de transação do endividamento (Q10) como o mais importante (grau de importância de 0 a 4), cuja média foi 3,7 e a mediana 4. O segundo fator mais importante foi a volatilidade da receita e do fluxo de caixa (Q12). Portanto, o grau de dependência da empresa quanto ao desempenho da economia limita o endividamento que pretende assumir, fato consistente com a teoria do *trade-off*, que afirma que as empresas reduzem seu endividamento quando a probabilidade de falência aumenta.

Quando perguntadas sobre a influência dos custos de falência na determinação de seu grau de alavancagem (Q7), as empresas deram pouca impor-



tância a esse fator. Todavia, com média de 2,83, o *rating* (Q9) da empresa apareceu como sendo importante, fato que pode ser considerado como uma preocupação com problemas financeiros.

Com média de 2,47 de importância, as empresas citaram as vantagens fiscais (Q6) advindas do financiamento, resposta que, aliada às preocupações com a falência, embora não de maneira explícita, corrobora fortemente a teoria do *trade-off*. Além da pouca importância dada aos custos potenciais de uma falência, o grau de endividamento de outras empresas do setor (Q8) também foi considerado pouco relevante.

Portanto, a maioria das empresas trabalha com um objetivo de alavancagem e considera fortemente os benefícios fiscais advindos do endividamento (2,47 na média). Apesar de os custos potenciais de uma falência serem julgados explicitamente pouco relevantes, outros fatores revelaram essa preocupação – *rating* e volatilidade do fluxo de caixa –, os quais corroboram fortemente a teoria do *trade-off* para as empresas analisadas.

Foram questionados ainda outros fatores que afetam a política de endividamento da empresa e, por isso, procuramos testar vários aspectos relacionados à teoria do *pecking order*, ou seja, se ela se utiliza do endividamento somente quando os lucros retidos são insuficientes, se amplia seu endividamento quando as taxas de juros estão baixas, se usa endividamento quando suas ações estão valorizadas no mercado e se financia

o crescimento do endividamento para reduzir o custo médio ponderado de capital (Q13 a Q17).

A evidência mais clara foi a preferência pelo endividamento para financiar as oportunidades de crescimento para reduzir o custo médio ponderado de capital (Q15). Financiar-se por endividamento somente quando os lucros retidos são insuficientes apareceu com o menor grau de importância, demonstrando a não aplicabilidade do *pecking order*. O segundo fator mais importante, com média de 2,23, demonstrou que as empresas ampliam seu endividamento quando as taxas de juros estão baixas (Q14), fato que, aliado à pouca importância dada ao uso do endividamento para se financiar quando as suas ações estão valorizadas no mercado (Q16, com média de 0,7), parece corroborar a teoria das janelas de oportunidade, reforçando a percepção de pouca relevância do mercado de ações para a maioria das empresas. Consistentemente, o *disclosure* (Q17) exigido na emissão de ações e a insuficiência de lucros retidos (Q13) foram fatores considerados de pouca importância pelas empresas.

Dessa forma, o comportamento da teoria do *pecking order* parece não se verificar, dado que existe uma preferência explícita por endividamento e não por lucros retidos e, adicionalmente, as empresas aparentemente estão sempre atentas à forma de menor custo para financiar suas oportunidades de crescimento, corroborando a teoria do *market timing* (janela de oportunidades).

Essas respostas foram similares às das empresas européias do estudo de Bancel e Mittoo (2003), no qual foi apontado que a maioria dos gerentes financeiros procura reduzir o custo médio ponderado de capital das empresas (média de 2,8) e que estas se financiam por endividamento quando as taxas de juros são baixas (média de 2,1), sugerindo igualmente que na Europa os gerentes se utilizam das janelas de oportunidade para levantar recursos.

Uma análise de variância mostrou, a um nível de significância de 5%, que há uma diferença no padrão das respostas com relação à utilização de endividamento somente quando os lucros retidos não são suficientes para financiar as oportunidades de crescimento (Q13). As empresas abertas e listadas na Bovespa deram menos importância a esse item, fato que parece evidenciar que elas utilizam o endividamento de forma independente de sua geração interna de recursos, uma vez que já fazem parte do mercado de capitais e podem emitir títulos com mais facilidade.

Quando questionadas se consideraram a abertura de capital ou a emissão de novas ações recentemente (Q18), oito empresas responderam afirmativamente. As que não consideraram essa possibilidade apontaram como fatores impeditivos mais importantes, em primeiro lugar, a possível mudança no controle das empresas e, em segundo, os custos inerentes à emissão. Com relação às razões para as empresas não emitirem ações (Q19 a Q23), o tamanho do mercado brasileiro (Q21) e os custos de manutenção de uma empresa aberta (Q20) não parecem ser muito importantes. O grau de transparência exigido (Q22) apareceu com o menor grau de importância, corroborando o que foi respondido quanto à utilização do endividamento somente quando os lucros retidos não são suficientes para financiar as oportunidades de crescimento (Q13) e evidenciando que a transparência parece não ser um problema para as empresas analisadas.

Para as empresas que abriram capital ou emitiram ações (Q24 a Q29), o fator que mais influenciou a decisão foi a melhora na estrutura de capitais (Q25) e, em segundo lugar, o fato de as empresas considerarem a emissão de ações a forma menos arriscada de financiar suas oportunidades de crescimento (Q26), o que vem ao encontro da importância dada à volatilidade da receita como um fator limitante do grau de endividamento das empresas analisadas. O preço da ação valorizado (Q24) apresentou média de 2,38, ressaltando a sua importância, ainda que apareça em terceiro lugar, como fator determinante da emissão de ações por parte das empresas analisadas. Curiosamente, com a mesma média, as empresas consideraram a emissão de ações como a forma de menor custo para financiar suas oportunidades de crescimento (Q27), mas mesmo assim não é a maneira preferida para financiar seus investimentos. Como fator de menor importância foi apontada a utilização da emissão ações, por não haver alternativas para financiar as oportunidades de crescimento.

Da amostra analisada, 33% das empresas já emitiram títulos no mercado externo (Q30), das quais 90% são abertas e de maior porte, considerando-se a receita operacional líquida. Os fatores que mais influenciaram tal decisão foram as oportunidades no mercado externo (Q31), seguindo-se o custo atraente da dívida (Q33). A falta de oportunidades no mercado interno (Q32) foi considerada como um fator de pouca importância, com média de 1,78.

Realizamos uma análise de variância para cada pergunta do questionário para as variáveis tamanho (logaritmo da receita operacional líquida), nível de endividamento, índice de cobertura e as *dummies* para empresa aberta e listada na Bovespa. A um nível de significância de 5%, foram verificadas poucas diferenças nessas variáveis em função das respostas oferecidas. As

práticas de endividamento identificadas no questionário não parecem ser ditadas pelo nível de endividamento, pela capacidade de pagamento, pelo tamanho das empresas e pelo fato de serem listadas ou de capital aberto. É claro que nossa amostra é pequena e de conveniência e que é preciso realizar uma análise mais apurada do assunto para que se possa definitivamente ir contra qualquer teoria.

O estudo realizado por Zonenschain (1998), com um universo de 216 empresas negociadas em bolsa, utilizou dados da Economática e metodologia aplicada pelo International Finance Corporation (IFC). Apesar de apontar alguns problemas na amostra e na metodologia utilizada, a autora encontrou, no período 1989/96, que o padrão utilizado pelas empresas para financiar suas oportunidades de crescimento foram primordialmente as emissões de ações, com uma média de 48%, seguindo-se o endividamento, com 27% em média, e por último o autofinanciamento. O resultado diverge do encontrado em nossa pesquisa, ressaltando a diferença da amostra, que, apesar de maior, contemplava apenas empresas abertas, e a diferença na metodologia empregada.

Também utilizando dados disponíveis na Economática, para uma amostra de 144 empresas com ações em bolsa, Gomes e Leal (2000) buscaram esclarecer o comportamento da estrutura de capitais das empresas brasileiras no período 1995/97. Para os autores, que testaram algumas hipóteses em relação aos dados disponíveis, os problemas de custo de agência presentes na teoria do *pecking order*, de assimetria de informações e de custos de insolvência parecem ser os determinantes principais da estrutura de capital das empresas brasileiras no período analisado. Esse resultado também está em desacordo com o encontrado nesta pesquisa. Todavia, cabe ressaltar, novamente, as diferenças de metodologia e amostra utilizadas.

Por fim, cabe descrever os resultados encontrados por Eid Jr. (1996), que se utilizou, assim como nós, do envio de um questionário e realizou uma pesquisa abrangendo 161 empresas de diferentes portes, estruturas societárias e setores, buscando entender o seu comportamento com relação à estrutura de capital. As empresas apontaram os empréstimos bancários como a primeira fonte a ser obtida no caso de novos investimentos, assim como encontrado no nosso estudo. Todavia, a hipótese de manutenção de uma relação fixa entre os montantes de capital próprio e de terceiros foi ignorada pela maioria das empresas, divergindo dos nossos resultados. O autor encontrou como conclusão que o *market timing*, o oportunismo, seria a teoria que mais refletiria o comportamento das empresas da amostra, seguida da teoria do *pecking order* e, por último, dos modelos de relação

estática (*trade-off*), resultado distinto do que encontramos, dado que não concluímos que existe uma teoria preponderante.

4. Conclusões

A maioria das empresas que respondeu à pesquisa apontou claramente uma preferência por financiar suas possibilidades de crescimento por meio de financiamento de longo prazo. Essa preferência, aliada a um sistema financeiro baseado no sistema bancário e não no mercado de capitais, deveria apontar um grau de alavancagem bastante alto, o que não foi notado na amostra. A alavancagem média das empresas, medida pelo endividamento total em relação ao ativo total, situou-se em uma média de 31,5%, com mínimo de 10,4% e máximo de 56,4%, mostrando que, apesar dessa preferência, os lucros retidos continuam sendo a fonte primordial de financiamento. Cabe destacar que o elevado grau de concentração dos direitos de controle no Brasil não favorece a utilização da emissão de ações.

Notadamente, 60% das empresas analisadas não acreditam que suas oportunidades de crescimento estão limitadas por falta de formas de financiá-las. Todavia, as que responderam que estão limitadas apresentaram um índice de cobertura de despesas financeiras bem menor, indicando que já se encontram perto do limite possível de endividamento.

A abertura de capital ou emissão de novas ações foi considerada por apenas 26% das empresas analisadas e, preferencialmente, para melhorar sua estrutura de capital, com redução do endividamento. A valorização das ações no mercado, apesar de considerada importante, não parece ser um fator propulsor para as empresas abrirem capital ou aumentarem o número de ações.

O fator limitante mais importante quanto à consideração da abertura de capital foi a mudança no controle acionário. Portanto, mesmo com o crescimento esperado do mercado de capitais brasileiro, o controle concentrado pode continuar impedindo que essa forma de financiamento se torne importante para as empresas brasileiras no futuro próximo.

A preferência pela utilização do endividamento, aliada à pouca importância atribuída à transparência como fator limitante para a emissão de ações, sugere que um programa de financiamento que oferecesse maiores vantagens (menor custo e maior prazo) conforme o grau de transparência das

empresas, como já idealizado mas não totalmente implementado pelo BNDES, poderia contribuir de forma significativa para a melhora das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras.

Embora a amostra tenha sido pequena, pois se optou por conseguir respostas de qualidade de empresas de diferentes características, os resultados foram bastante similares aos de estudos realizados com empresas de outros países. A pesquisa sugere que as práticas de endividamento não parecem ser ditadas pelo nível de alavancagem, pela capacidade de pagamento, pelo tamanho das empresas ou pelo tipo de sociedade. Os resultados revelam que as empresas determinam sua estrutura ótima de capital levando em consideração a redução do seu custo médio ponderado de capital, dos custos de transação do endividamento e da sua percepção de risco pelo mercado (*rating*), corroborando a teoria do *trade-off*.

Adicionalmente, as empresas apontaram que estão sempre atentas à forma de menor custo para financiar suas oportunidades de crescimento, corroborando a teoria do *market timing* (janela de oportunidades). Portanto, não podemos identificar uma teoria predominante que explique o comportamento das empresas de nossa amostra.

Nossa conclusão é similar à da pesquisa com empresas norte-americanas realizada por Graham e Harvey (2001), que concluíram que elas seguem a teoria do *trade-off* e estabelecem seus graus de alavancagem financeira. Simultaneamente, eles também encontraram sustentação para a teoria do *pecking order*, o que não foi verificado por nós. Já o estudo realizado por Bancel e Mittoo (2003) apontou que cerca de 75% das empresas européias analisadas trabalham com um índice de alavancagem ótimo a ser atingido e apresentam fortes evidências de que os gerentes financeiros se utilizam das janelas de oportunidade para levantar recursos. Na comparação com outros estudos brasileiros, nossos resultados se aproximam mais dos obtidos por aqueles que misturaram empresas abertas e fechadas do que de outros que consideraram somente empresas abertas.

Referências Bibliográficas

- BANCEL, F., MITTOO, U. R. *Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms*. 2003 (Working Paper).
- BASSO, L. F. C., MENDES, E. A., KAYO, E. K. Estrutura de capital e janelas de oportunidade: testes no mercado brasileiro. Apresentado no "IV

- Encontro Brasileiro de Finanças”. Rio de Janeiro, *Anais...*, jul. 2004 (disponível em CD-ROM ou em www.sbfin.org.br).
- EID JR, W. Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 36, n. 4, p. 51-59, 1996.
- GOMES, G., LEAL, R. Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa de valores. In: LEAL, R., COSTA JR., N., LEMGRUBER, E. F. *Finanças corporativas – coleção Coppead de administração*. São Paulo: Atlas, 2000.
- GRAHAM, J., HARVEY, C. The theory and practice of corporate finance evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, v. 60, p. 187-243, 2001.
- HARRIS, M., RAVIV, A. The theory of capital structure. *Journal of Finance*, v. 46, p. 297-355, 1991.
- LEAL, R. Três desafios para abrir o capital. *Revista da CVM*, n. 32, p. 56-61, set. 2000.
- LEAL, R., SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. *RAE Eletrônica*, v. 2, n. 2, 2003 (disponível em www.rae.com.br).
- RAJAN, R. G., ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, v. 50, p. 1.421-1.460, 1995.
- ROSS, S., WESTERFIELD, R., JAFFE, J. *Administração financeira*. 2ª ed.; São Paulo: Atlas, 2002.
- WELCH, I. Capital structure and stock returns. *Journal of Political Economy*, v. 112, n. 1, p. 106-131, 2004.
- ZONENSCHAIN, C. Estrutura de capital das empresas no Brasil. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 5, n. 10, p. 63-92, dez. 1998.